

MCK: DTL (HSX)

CTCP ĐẠI THIÊN LỘC

NĂM GIỮ

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

25.900

Chuyên viên : Vũ Hoàng Việt

Email: viet.vh@vdsc.com.vn

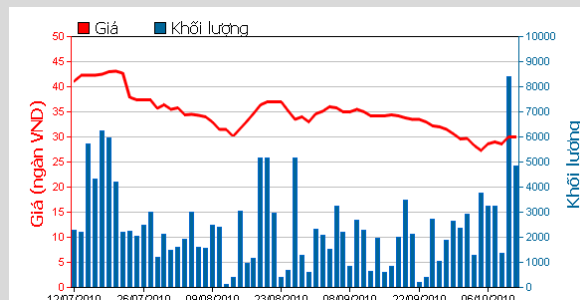
ĐT: 08 6299 2006 – Ext 342

VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 21/10/10) (VND)	21.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	31.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	19.000
Số CP đang lưu hành	48.497.470
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	448.398
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.048
Trailing P/E (2009) (x)	4,6
Forward P/E (2010) (x)	4,9
P/BV (BV 30/06/10) (x)	1,3

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	6T10	2010 KH	2010F
DT	1.532	957	2.000	1.821
LNTT	137	134	-	212
LNST	134	120	250	191
VĐL	388	485		485
VCSH	673	786		783
TTS	1.474	1.722		1.664
ROA (%)	9,1%	-		11,5%
ROE (%)	19,9%	-		24,0%
EPS (VND)	5.547	-		4.365
GTSS (VND)	17.343	16.206		17.937
Tỷ lệ cổ tức (%)	30%	-	30%	30%

Nguồn: BCTC DTL

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DTL tại thời điểm hiện nay vào khoảng 25.900 đồng (tương đương giá trị vốn hóa khoảng 1.255 tỷ đồng), cao hơn 19% so với giá tham chiếu ngày 25/10/2010. EPS 2010F được ước tính sẽ ở mức 4.365 đồng/cổ phiếu (tính trên số cổ phiếu bình quân), tương ứng tại mức P/E forward 5,2 lần; thấp hơn so với mức 6,59 lần của trung bình ngành.

Tuy nhiên, trước những rủi ro về tình hình chung của ngành như biến động giá thép, sức tiêu thụ... Chúng tôi cho rằng tiếp tục theo dõi diễn biến ngành và chờ đợi một mức giá hợp lý hơn là quyết định hợp lý trong thời điểm này.

DTL là doanh nghiệp đứng thứ 02 trong ngành tôn mạ xét về tổng sản lượng tiêu thụ hàng năm (sản xuất và thương mại). Sản lượng tiêu thụ hàng năm của DTL khoảng hơn 100 nghìn tấn. Nếu chỉ tính sản lượng sản xuất, vị trí của DTL là thứ 04 (sau HSG, Sunsteel và tôn Phương Nam). Doanh thu xuất khẩu đóng góp tỷ trọng khoảng 25%-30% trong cơ cấu thu nhập của DTL.

Hoạt động thiên về bán sỉ và Ban lãnh đạo chỉ tập trung vào hoạt động chính (không đầu tư ngoài ngành) giúp nguồn lực của DTL được sử dụng một cách tập trung hơn.

Năng lực và quy trình sản xuất của DTL sẽ được nâng cao hơn khi dự án khu liên hợp thép Đại Thiên Lộc chính thức hoàn thành vào cuối Q1/2011. Với 03 dây chuyền thép lá cán nguội (440 nghìn tấn/năm) và 02 dây chuyền mạ lạnh (270 nghìn tấn/năm), công suất thiết kế của DTL sẽ được tăng lên hơn 157%.

Ngoài ra, Công ty sẽ sở hữu năng lực sản xuất đa dạng hơn với khả năng tự sản xuất tôn mạ lạnh vốn đang là sản phẩm thuần thương mại của Công ty. cạnh đó, tỷ suất sinh lợi của DTL được kỳ vọng sẽ được nâng cao hơn khi DTL có khả năng sản xuất thép cán nguội từ nguồn nguyên liệu thép cán nóng vốn có chi phí nhập khẩu thấp hơn khoảng 15%. Công ty sẽ tiết kiệm thêm được khoản 7% thuế nhập khẩu đánh trên thép cán nguội.

Kết quả kinh doanh trong 2010 không đạt so với kế hoạch đặt ra. Doanh thu và lợi nhuận ròng được dự báo sẽ đạt khoảng 1.800 tỷ và 190 tỷ, tương đương hoàn thành 90% kế hoạch doanh thu và 76% lợi nhuận. Tuy vậy, doanh thu và lợi nhuận vẫn ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 18,9% và 41%.

Hai nguyên nhân khiến kế hoạch không đạt được là: (1) Diễn biến bất ngờ của giá thép ảnh hưởng đến lợi nhuận (2) Tình hình thị trường không thuận lợi cho huy động vốn khiến tiến độ thực hiện dự án khu liên hợp thép Đại Thiên Lộc không được đảm bảo. Từ đó, ảnh hưởng đến sản lượng đầu ra của DTL.

Khả năng điều chỉnh xuống của giá thép thế giới và trong nước sau chu kỳ tăng là rủi ro ngắn hạn khi đầu tư vào cổ phiếu DTL. Sản lượng tiêu thụ từ nhà máy trong những tháng tới có khả năng đi xuống do các đơn vị phân phối và đại lý sẽ ít lấy hàng, thay vào đó họ sẽ ưu tiên bán lượng hàng họ đã mua vào trong thời gian vừa qua khi giá tăng.

Rủi ro về giá thép do chính sách nhập và trữ hàng tồn kho lớn (Vòng quay hàng tồn kho chỉ khoảng hơn 1 lần/năm). Ngoài ra, rủi ro trượt giá của đồng VND so với USD khi tỷ lệ sử dụng nợ của DTL là khá lớn.

CTCP Đại Thiên Lộc

Lô A, đường 22, KCN Sóng Thần II,
huyện Dĩ An, tỉnh Bình Dương.

ĐT: 0650 3732 981/982

Fax: 0650 3732 980/983

Website: www.daithienloc.com.vn

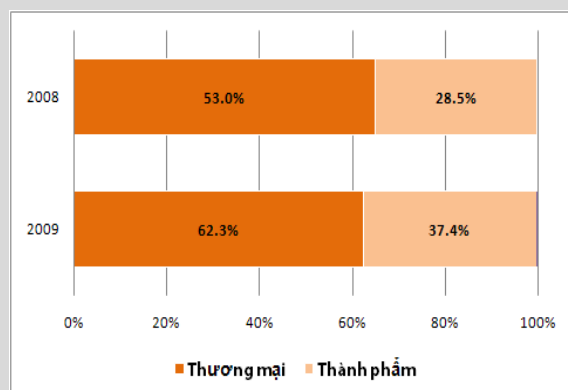
Thành lập: Năm 2001

Cổ phần hóa: Năm 2007

Quản trị - Điều hành

Tên	Chức vụ
Nguyễn Thanh Nghĩa	CT.HĐQT
Nguyễn Thị Bích Liên	TV. HĐQT
Lê Anh Thi	TV. HĐQT
Lê Bá Phương	TV. HĐQT
Đoàn Thị Mỹ Hồng	TV. HĐQT

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: BCTC DTL

CTCP Đại Thiên Lộc (DTL) tiền thân là Công ty TNHH Đại Thiên Lộc, được thành lập từ 2001 với vốn điều lệ ban đầu là 6 tỷ. Công ty chính thức cổ phần hóa từ 2007. Sau 6 lần tăng vốn và chia cổ phiếu thưởng (tỷ lệ 25%), DTL đang hoạt động với mức vốn 485 tỷ đồng, là một trong những công ty có quy mô hoạt động và vốn ở mức trung bình trong ngành.

Trong cơ cấu vốn của DTL tính đến 30/05/2010, tỷ lệ sở hữu của Tổng Giám Đốc và những người liên quan khá lớn, chiếm khoảng 62% vốn. Điều này ở một khía cạnh nào đó cho thấy mức độ tâm huyết cũng sự gắn liền lợi ích giữa những cổ đông với Ban Giám Đốc.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

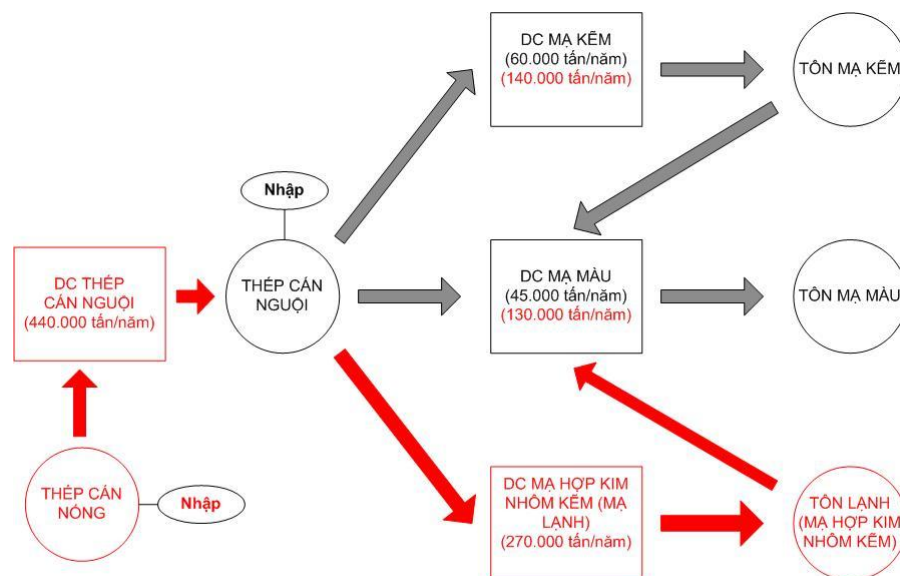
Sản phẩm – Năng lực sản xuất

Hoạt động của DTL là thương mại và sản xuất các loại tôn mạ kẽm, mạ màu, các loại thép cán nóng, cán nguội... Hoạt động thương mại đóng góp khoảng hơn 60% trong cơ cấu doanh thu. Trong 02 năm trở lại đây, cơ cấu doanh thu của DTL có sự dịch chuyển theo hướng tăng cường tỷ trọng của mảng thương mại.

Sản phẩm: Các sản phẩm chủ lực của DTL là các loại tôn mạ kẽm, tôn mạ màu, được sử dụng chủ yếu trong lĩnh vực dân dụng như làm tấm lợp, trần nhà, mái che, cửa cuốn,...

Doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 25%, phần còn lại đến từ thị trường trong nước. Phân chia theo cơ cấu sản phẩm tiêu thụ nội địa, doanh thu từ tôn lạnh (tôn mạ hợp kim nhôm kẽm) chiếm khoảng 29% trong cơ cấu doanh thu hàng năm. Sản phẩm này DTL phải nhập hoàn toàn từ nước ngoài và phân phối lại trong nước. Nhóm sản phẩm có tỷ lệ đóng góp lớn tiếp theo trong doanh thu là các sản phẩm tôn mạ kẽm, mạ màu và thép cán nguội với tỷ trọng lần lượt là 22%, 18% và 14%.

Dây chuyền sản xuất của DTL hiện tại và sau khi dự án nhà máy hoàn thành



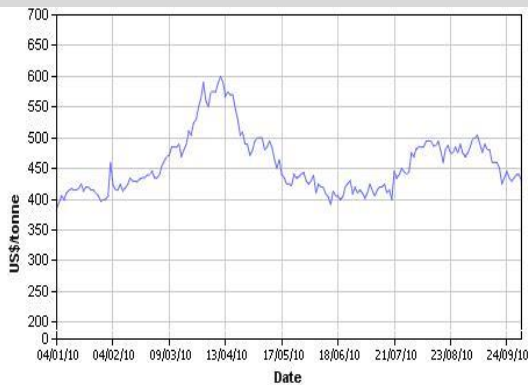
Màu đen: Quy trình và năng lực sản xuất trước khi dự án nhà máy Đại Thiên Lộc hoàn thành.

Màu đỏ: Quy trình và năng lực sản xuất sau khi dự án nhà máy Đại Thiên Lộc hoàn thành.

Năng lực sản xuất: DTL hiện sở hữu 2 dây chuyền sản xuất đặt tại KCN Sóng Thần 2 tại Bình Dương bao gồm: 1 dây chuyền tôn mạ kẽm với công suất 60.000

**Diễn biến giá phôi thép trên sàn giao dịch London
(London Metal Exchange – LME)**

Đvt: USD/tấn



Nguồn: LME

tấn/năm được lắp đặt từ 2003, 1 dây chuyển mạ màu với công suất 45.000 tấn/năm được sử dụng từ 2008.

Xét về năng lực sản xuất, DTL hiện đang thuộc nhóm trung bình trong ngành. Hiện tại, dây chuyển mạ màu đang hoạt động gần như hết công suất, công suất mạ kẽm tùy thuộc vào lượng đơn đặt hàng. Khả năng tăng công suất trong từng dây chuyển sẵn có là khá hạn chế.

Sản lượng tiêu thụ của DTL trong 2009 vào khoảng 100 nghìn tấn/năm, trong đó có hơn 55 nghìn tấn là sản phẩm tôn mạ của Công ty. Tính đến hết Q3/2010, sản lượng tiêu thụ hiện tại đã đạt khoảng 110 nghìn tấn.

Diễn biến tiêu thụ & giá tôn

Sức tiêu thụ và diễn biến giá thép và các sản phẩm từ thép trong 2010 diễn ra khá trái ngược với tình hình chung những năm trước. Sản lượng tiêu thụ cùng giá bán giảm trong Q2 sau khi tăng mạnh trong Q1. Bước vào tháng 07 và 08, vốn là mùa thấp điểm hàng năm do mùa mưa, giá bán và sản lượng tiêu thụ lại tăng. Ngoài yếu tố giá thép và phôi thép trên thị trường thế giới tăng, yếu tố đầu cơ, tích trữ cũng là nguyên nhân tạo ra diễn biến trái ngược.

Từ đầu tháng 9 đến nay, giá trong nước có xu hướng chững lại, khiến sức tiêu thụ của mặt hàng này giảm. Theo nhiều chuyên gia, nguyên nhân giá thép trong nước chững là do tác động của giá thép trên thế giới. Sức tiêu thụ được kỳ vọng sẽ bắt đầu khởi sắc từ nửa cuối tháng 10. Tuy nhiên, sự giới hạn về dòng tiền vào lĩnh vực BĐS sẽ là trở ngại cho khả năng trên.

Chi phí

Trong cơ cấu chi phí sản xuất: chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn với tỷ lệ 90%. Phần còn lại là các chi phí nhân công, khấu hao và các loại chi phí khác.

Hiện tại, quy trình sản xuất các sản phẩm tôn mạ của DTL có nguyên liệu đầu vào là thép cán nguội. Hiện nay lượng hàng tồn kho đang khoảng 110 nghìn tấn, trong đó khoảng 50 nghìn tấn là nguyên vật liệu. Giá tồn kho bình quân thành phẩm của DTL vào khoảng hơn 12 triệu – 13 triệu đồng/tấn.

Hoạt động thu mua hàng tồn kho của DTL được thực hiện trên cơ sở theo dõi diễn biến giá trên thị trường và khi giá ở mức hợp lý, Công ty sẽ thực hiện nhập về số lượng lớn. Cách làm này có phần mang tính đầu cơ và do đó xác suất rủi ro và lợi nhuận là cân bằng. Quyết định mua vào khi đúng “sóng” sẽ mang lại tỷ suất lợi nhuận cao và ngược lại, khả năng tỷ suất lợi nhuận giảm, thậm chí lỗ là hoàn toàn có thể xảy ra.

Bên cạnh đó, việc nhập hàng về không theo một khoảng thời gian cố định mà nhập theo số lượng lớn vào một thời điểm sẽ khiến tỷ trọng hàng tồn kho luôn cao và hệ số vòng quay hàng tồn kho thấp. Đối với DTL, số vòng quay chỉ khoảng 1,1 lần trong năm.

Sau khi dự án khu liên hợp thép Đại Thiên Lộc hoàn thành, quy trình sản xuất của DTL sẽ được bắt đầu từ nguyên liệu đầu vào là thép cán nóng, tức được kéo dài thêm một bước so với hiện tại. Dây chuyển trên đi vào hoạt động sẽ khiến DTL có thể nâng cao hơn nữa tỷ suất lợi nhuận của mình khi chi phí nhập khẩu thép cán nóng và sản xuất thành thép cán nguội thấp hơn nhập nguyên thép cán nguội khoảng 15%, ngoài ra DTL còn giảm được 7% thuế nhập khẩu khi mức thuế đối với thép cán nóng là 0%.

Thị trường tiêu thụ

Thị trường bán sỉ là mục tiêu của DTL, khách hàng chủ yếu của DTL là các nhà máy cán tôn tại khu vực miền Nam, nhất là trong phạm vi Tp. HCM.

25% doanh thu của DTL đến từ xuất khẩu với các thị trường vốn có là Lào, Campuchia. Ngoài ra, Công ty đang nỗ lực thâm nhập vào các thị trường mới tại ASEAN như Indonesia, Malaysia, Myanmar,...

Vị thế công ty

Xét về quy mô vốn và năng lực sản xuất, DTL hiện là một trong những đơn vị sản xuất tôn mạ tấm trung tại Việt Nam. Thị trường tiêu thụ của DTL tập trung ở miền Nam, khu vực này đóng góp khoảng 55% doanh thu 9T/2010.

Xét theo sản lượng tiêu thụ (bao gồm cả sản xuất và thương mại) trong 2009, DTL có thể được xếp đứng thứ 02 trong ngành sau Hoa Sen. Tuy nhiên trong đó có khoảng 50% là hoạt động thương mại. Nếu xét về sản lượng tiêu thụ do chính Công ty sản xuất (khoảng 55 nghìn tấn tôn mạ trong 2009), DTL đứng ở vị trí thứ 04 trong ngành, sau HSG, Sunsteel và Tôn Phương Nam.

Tiềm năng tăng trưởng

Triển vọng của ngành trước hết đến từ tiềm năng phát triển của cơ sở hạ tầng và nhu cầu sử dụng các sản phẩm thép trong công nghiệp và dân dụng. Đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam được đánh giá sẽ tăng trưởng khoảng 18%-22% trong 2010 và duy trì ở những năm sau đó.

Hiện tại, tỷ lệ thép dẹt/tổng các sản phẩm thép tiêu thụ ở Việt khoảng 35%-40%. Thống kê chung trên thế giới cho thấy tỷ lệ này ở các nước đang phát triển là 30%-35%, ở các nước phát triển là 65%-70%. Tỷ trọng tương đối của thép dẹt gia tăng cùng với tổng nhu cầu sử dụng thép sẽ là triển vọng phát triển của ngành.

Về khả năng nội tại, hiện tại các dây chuyền sản xuất của DTL đang hoạt động gần hết công suất. Để nâng cao năng lực và mở rộng chuỗi giá trị của các sản phẩm, DTL đang đầu tư thực hiện dự án khu liên hợp thép Đại Thiên Lộc nhằm mở rộng năng lực hoạt động.

Khu liên hợp thép Đại Thiên Lộc: dự án được xây dựng trên khu đất có diện tích 10,5ha tại KCN Sóng Thần 03, Bình Dương. Tổng vốn đầu tư khoảng 600 tỷ đồng. Toàn bộ dự án gồm nhiều dây chuyền mạ tôn và các dây chuyền phụ trợ như xả băng, tẩy rửa, cắt, ...

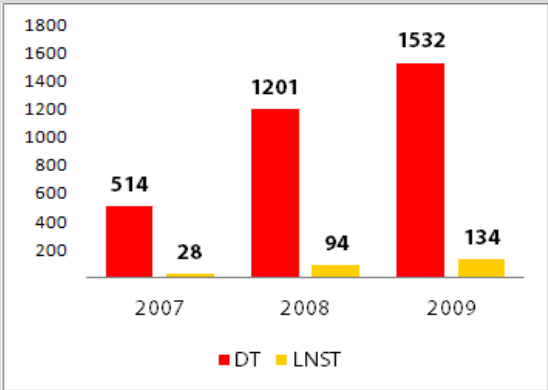
Hiện tại, DTL đã giải ngân khoảng gần 250 tỷ/600 tỷ vào dự án này. Toàn bộ khu liên hợp được dự kiến sẽ hoàn tất và đi vào hoạt động từ khoảng đầu Q2/2011.

Khi đó, tổng công suất mạ tôn của DTL sẽ lên đến 270 nghìn tấn/năm, tăng hơn 157%. Trong năm đầu hoạt động, công suất dự kiến sẽ vào khoảng 30% - 40% và định hướng cho đầu ra là hướng đến các thị trường xuất khẩu ngoài Lào và Campuchia sẵn có.

Ngoài ra, với dây chuyền thép lá cán nguội, DTL sẽ tiến thêm một bước trong quá trình xây dựng một quy trình sản xuất khép kín của mình. Với công suất 440 nghìn tấn/năm của dây chuyền thép lá cán nguội, DTL sẽ có khả năng nhập khẩu thép cán nóng và tự cung cấp thép cán nguội cho phần còn lại của quy trình sản xuất. Chi phí nguyên liệu dự kiến sẽ được tiết kiệm khoảng 15%, giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp so với hiện tại.

Doanh thu và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Khả năng sinh lời

	08	09		3Q/2010	
	DTL	DTL	HSG	DTL	HSG
LN Gộp/DT	17,0%	13,8%	27,2%	20,1%	22%
LN HĐKD/DT	13,9%	11,4%	14,4%	12,3%	8%
LNST/DT	7,8%	8,7%	14,1%	10,9%	7,8%
ROA	12,9%	9,1%	14%	-	-
ROE	27,9%	19,9%	42%	-	-

Kết quả kinh doanh theo quý

	Q1/10	Q2/10	Q3/10	3Q/10 (E)
DT	464	492	448	1405
LNG	92	116	74	282
LNST	63	57	33	153
TSLNG	20%	24%	17%	20%
TSLNR	14%	12%	7%	11%

Hiệu quả hoạt động

	2008	2009	Ngành
Vòng quay hàng tồn kho	2,1	1,1	3,7
Vòng quay khoản phải trả	11,5	5,7	9,0
Vòng quay khoản phải thu	16,4	18,6	6,2

Nguồn: BCTC DTL & VDSC tổng hợp.

Tỷ trọng nguồn thu từ hoạt động thương mại trong những năm gần đây có xu hướng tăng, nhưng định hướng sắp tới của DTL là sẽ giảm dần tỷ trọng này do sự quá nhạy cảm của KQKD vào diễn biến giá cả trên thị trường. Quyết định đầu tư mở rộng chuỗi giá trị sản phẩm và đầu tư vào năng lực sản xuất tôn lạnh cho thấy nỗ lực của DTL trong định hướng này.

Các dây chuyền tại khu liên hợp Đại Thiên Lộc

Dây chuyền	Công suất (tấn/năm)	Thời gian hoạt động dự kiến
03 dây chuyền thép lá cán nguội (*)	440.000	Q2/2010
02 dây chuyền mạ lạnh	270.000	Q3/2010
01 dây chuyền mạ màu	85.000	Đã hoàn tất chạy thử, đi vào hoạt động
01 dây chuyền mạ kẽm	80.000	
04 dây chuyền ống thép	30.000	Q2/2010
01 dây chuyền tẩy rửa	600.000	-
01 dây chuyền nắn phẳng tôn	-	-
02 dây chuyền xả băng	-	-
01 dây chuyền cắt lá	-	-

(*) DTL ký thêm 01 dây chuyền thép lá cán nguội so với 02 dây chuyền như kế hoạch ban đầu.

Nguồn: DTL

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro mang tính vĩ mô mà ngành thép Việt Nam phải đối mặt là rủi ro về sự mất cân đối trong cung cầu thép những năm tới. Đối với các sản phẩm tôn, rủi ro trên có nhẹ nhàng hơn vì khoảng cách giữa nhu cầu thực và sản lượng sản xuất tôn xa hơn ở các sản phẩm thép xây dựng.

DTL cũng như các doanh nghiệp trong ngành hiện phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu nên chịu rủi ro về biến động tỷ giá.

Ngoài rủi ro chung của ngành, DTL còn chịu rủi ro từ chính sách nhập và trữ hàng tồn kho lớn.

Tình hình tài chính

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Giai đoạn 2007-2009 là giai đoạn DTL ghi nhận những mức tăng trưởng khá trong doanh thu và lợi nhuận. Trong 2009, DTL ghi nhận được mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 27,5% và 42%. Khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả (chi phí bán hàng giảm 43%) và chi phí lãi vay giảm nhờ chương trình hỗ trợ lãi suất của Chính Phủ là 02 yếu tố giúp DTL có được tỷ suất lợi nhuận ròng tốt hơn 2008 (8,73% so với 7,83%).

Các tỷ suất lợi nhuận của DTL vẫn còn khá khiêm tốn so với HSG. Nhờ sở hữu quy trình sản xuất khép kín hơn (có dây chuyền sản xuất từ thép cán nóng thành cán nguội cung cấp nguyên liệu cho các dây chuyền khác) và sản phẩm đa dạng hơn (HSG đã sản xuất được tôn mạ lạnh, ống thép,...), các tỷ suất lợi nhuận gộp, ròng của HSG trong 2009 đều tốt hơn DTL.

Tốc độ tăng trưởng trong nguồn thu chưa theo kịp tốc độ tăng trưởng vốn và tài sản (vốn điều lệ 2009 tăng từ 253 tỷ lên 388 tỷ) do đó dẫn đến các tỷ số ROA, ROE của DTL lại giảm trong năm vừa qua. Dự kiến, năm nay các chỉ số này sẽ cải

Cấu trúc tài chính

	2008	2009	2Q/10	Ngành
Cấu trúc tài sản				
Phải thu/TTS	10,1%	5,6%	9,4%	25,1%
HTK/TTS	66,3%	80,7%	77,8%	38,6%
TSCĐ/TTS	13,0%	8,5%	9,2%	24,2%
Cấu trúc vốn				
Tổng nợ/TTS	53,7%	54,3%	54,3%	61,5%
Nợ vay/TTS	41,8%	38,6%	46,5%	46,3%

Nguồn: BCTC DTL.

Khả năng thanh toán

	2008	2009	2Q/10	Ngành
Thanh toán hiện hành	1,71	1,70	1,69	1,34
Thanh toán nhanh	0,37	0,19	0,20	0,62
Thanh toán tiền mặt	0,07	0,02	0,01	0,07

Nguồn: BCTC DTL.

thiện hơn, tuy chưa thể đạt mức tương đương năm 2008.

Khi dự án khu liên hợp DTL hoàn thành, DTL cũng sẽ có khả năng tự sản xuất thép cán nguội và tôn mạ lạnh. Đó sẽ là cơ sở để có thể kỳ vọng về sự gia tăng trong các tỷ suất lợi nhuận của DTL.

Theo kết quả sơ bộ, tính đến hết tháng 9/2010, DTL đã đạt được 1.404 tỷ doanh thu và 153 tỷ lợi nhuận ròng. Như vậy, so với kế hoạch đặt ra (2.000 tỷ doanh thu và 250 tỷ lợi nhuận), Công ty đã hoàn thành 70% và 61,2 kế hoạch). Tình hình tiêu thụ và giá bán không mấy thuận lợi trong quý 3 khiến doanh thu và lợi nhuận trong kỳ đều sụt giảm. Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3/2010 giảm còn 16,7%; thấp hơn khá nhiều so với 2 quý đầu. Tuy sức tiêu thụ và giá bán được kỳ vọng sẽ cải thiện từ nửa cuối tháng 10, nhưng khả năng hoàn thành kế hoạch của DTL là khá khó khăn.

Cấu trúc tài chính

Tính đến ngày 30/06/2010, 54% tài sản của DTL được tài trợ bằng các khoản nợ phải trả. Trong đó, các khoản vay ngân hàng chiếm đến 85% tổng nợ, tương đương 46% tổng tài sản. So với cuối 2009, hầu hết các tỷ lệ nợ đều có sự tăng nhẹ do nhu cầu vốn đầu tư vào dự án khu liên hợp thép.

Cũng như các doanh nghiệp cùng ngành, một tỷ lệ khá lớn trong nợ vay của DTL là vay ngoại tệ. Tính đến hết Q3/2010, tỷ lệ nợ vay ngoại tệ của Công ty là 43% tổng các khoản vay, tương đương khoảng 19 triệu USD. Với 2 lần trượt giá của VND so với USD, ước tính chi phí phát sinh do đánh giá lại chênh lệch tỷ giá cuối kỳ của số dư nợ ngoại tệ này khoảng 18 tỷ, khoản này chưa được hạch toán trong 3 quý đầu năm.

Công ty luôn duy trì một lượng hàng tồn kho lớn, khoảng 80% tổng tài sản. Tỷ lệ này rất cao so với mức ~ 40% trung bình của ngành. Hiệu quả quản trị hàng tồn kho cũng là vấn đề đáng xem xét của DTL khi vòng quay hàng tồn kho trong 2009 giảm và cũng thấp hơn so với trung bình ngành.

Các tỷ số thanh toán của Công ty ít biến động qua các năm. Tỷ số thanh toán hiện hành được duy trì ở mức hợp lý, trong khi tỷ số thanh toán nhanh lại khá thấp, chỉ bằng 1/3 so với trung bình ngành, cho thấy tác động của tỷ trọng hàng tồn kho lớn trong tài sản lưu động.

Dự phóng – Định giá

Kế hoạch đặt ra cho 2010 với 2.000 tỷ doanh thu và 250 tỷ lợi nhuận ròng là có tính đến việc tăng vốn và đóng góp của một phần nhà máy mới. Tuy nhiên, điều kiện thị trường không thuận lợi cho việc phát hành, tình hình lãi suất cao khiến tiến độ dự án có chậm lại. Chúng tôi cho rằng DTL có thể đạt xấp xỉ kế hoạch doanh thu nhưng sẽ khó có khả năng đạt kế hoạch lợi nhuận.

Kết quả kinh doanh

Đến hết Q3/2010, tổng sản lượng tiêu thụ của DTL đạt khoảng 100 nghìn tấn sản phẩm các loại. Sức tiêu thụ và giá bán có thể có cải thiện từ cuối tháng 10, sản lượng tiêu thụ ước tính sẽ vào khoảng 30 nghìn tấn. Giá bán từ nay đến cuối năm sẽ khó có sự thay đổi đột biến, chúng tôi giả định giá bán trong Q4 sẽ dao động ở mức 13,7 triệu – 14,5 triệu đồng/tấn.

Doanh thu: Trên cơ sở nhận định về sản lượng và giá bán như trên, DT quý cuối

2010 của DTL được ước tính có thể sẽ đạt 420 tỷ đồng. Lũy kế cả năm, DT đạt 1.821 tỷ.

Lợi nhuận gộp: Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q4 ước tính sẽ có cải thiện nhẹ so với Q3, vào khoảng 17,2% - 17,5% nhờ giá bán tăng nhẹ trong quý cuối. Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm ước tính khoảng 19,4%.

Lợi nhuận: Sau khi loại trừ các loại chi phí, tỷ suất lợi nhuận ròng của DTL trong Q4 ước tính vào khoảng 10%. Lợi nhuận ròng Q4 khoảng 35 - 40 tỷ đồng, tương đương EPS bình quân khoảng 4.365 đồng/cổ phiếu, giá trị sổ sách vào thời điểm cuối năm vào khoảng 17.937 đồng/cổ phiếu.

Triển vọng 2011: Hiện tại, Công ty chưa xây dựng kế hoạch sản xuất kinh doanh cho năm 2011. Dựa trên những thông tin sẵn có về tiến độ hoàn thành dự kiến của dự án nhà máy mới. Với giả định rằng giá thép không có những biến động bất thường theo hướng sụt giảm mạnh và dự án khu liên hợp gang thép của DTL đúng tiến độ, người phân tích dự báo doanh thu năm sau sẽ đạt 2.140 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng khoảng 17%. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cao hơn năm 2010 khi dây chuyền thép cán nguội đi vào hoạt động, dự báo khoảng 21%-22,7%. Lợi nhuận ròng được dự báo sẽ đạt khoảng 256 tỷ đồng, tương đương EPS khoảng 4.756 đồng/cổ phiếu (tính trên số vốn điều lệ giả định là 540 tỷ). Tuy nhiên, những dự báo này chưa loại trừ rủi ro về biến động tỷ giá và lãi suất.

Dự phóng bảng cân đối kế toán

Kế hoạch tăng vốn bằng phát hành thêm cổ phiếu tạm thời hoãn lại trong 2010, vốn điều lệ cuối 2010 của DTL vẫn ở mức 485 tỷ.

Các khoản mục vốn lưu động như hàng tồn kho, khoản phải thu, phải trả sẽ tăng trưởng tương ứng với doanh thu hàng năm.

Theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, giá trị tài sản cố định sẽ tăng mạnh trong 2011 theo tiến độ hoàn thành của khu liên hợp thép Đại Thiên Lộc.

Định giá

Chúng tôi kết hợp sử dụng 2 phương P/E và P/B nhằm xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu DTL tại thời điểm hiện tại.

Đối với hai phương pháp P/E và P/V, chúng tôi tham khảo hệ số P/E và P/B từ số trung bình của một số DN tiêu biểu trong ngành. Cần nhắc thêm một số yếu tố từ tình hình thị trường hiện tại và trên quan điểm thận trọng, chúng tôi áp dụng một tỷ lệ chiết khấu khoảng 5%. P/E và P/B được áp dụng là 6,6 và 1,4.

P/E và P/B ngành

Mã	Vốn hóa	P/E trailing	P/B
HLA	478,9	6,9	1,0
HSG	2.116,2	4,2	1,2
KKC	139,4	12,1	1,7
NVC	165,0	13,3	1,0
SHN	787,8	13,5	2,2
SMC	582,2	5,1	1,7
TLH	831,6	4,3	1,1
VGS	584,0	9,1	1,2
VIS	1.158,0	5,9	2,2
POM	5.623,5	6,6	2,1
		6,59	1,39

Nguồn: VDSC tổng hợp

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	27,336	60%	16,401
P/BV	23,686	40%	9,474
Giá bình quân		100%	25.876

SƠ LƯỢC NGÀNH THÉP

Ngành Thép trong 2009 là một trong nhóm ngành có tốc độ tăng trưởng cao nhất cả về sản lượng sản xuất và tiêu thụ với mức tăng tương ứng 25% và 30% so với 2008. Theo hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), trong 2009, cả nước tiêu thụ khoảng 5,3 triệu tấn thép, trong đó 4,7 triệu tấn sản xuất trong nước và 0,6 triệu tấn nhập khẩu. VSA cũng đưa ra dự báo tổng sản lượng thép tiêu thụ trong 2010 ước đạt khoảng 5,8 triệu tấn, tăng trưởng 10% so với 2009. Theo số thống kê gần nhất của Tổng cục Thống kê, sản lượng tiêu thụ thép tính đến hết 8T/2010 đạt 3,15 triệu tấn, tăng trưởng 16% so với cùng kỳ 2009

Dù đạt được những mức tăng trưởng ấn tượng trong các năm qua, nhưng ngành Thép Việt Nam cũng đang phải đối mặt với nhiều hạn chế như:

- (1) Năng lực trong nước chỉ có thể đáp ứng khoảng 60% nhu cầu sản xuất thép xây dựng. Tuy nhiên, nguyên liệu để sản xuất phôi phần lớn phải nhập từ nước ngoài.
- (2) Sức cạnh tranh của các DN sản xuất Thép trong nước còn yếu trong khi mức độ cạnh tranh ngày càng tăng. Điều này trở nên đáng lo ngại hơn khi các thời điểm giảm/bỏ các ưu đãi thuế theo lộ trình hội nhập AFTA và WTO. Cụ thể: theo CEPT/AFTA, từ 2006 thuế NK đối với các sản phẩm thép chỉ còn 0% - 5%, đến 2015 chỉ còn 0%. Theo WTO, đến 2014 thuế NK chỉ còn 0% - 5%. Ngoài ra ngành thép Việt Nam phải đối phó một số khó khăn về chi phí sản xuất như giá nguyên liệu, than, điện, dầu tăng cao so với 2009.

Ngành Thép đang dần có nguy cơ cung vượt cầu khi các dự án sản xuất Thép đi vào hoạt động trong 2009 – 2010. Theo thống kê của VSA, năng lực sản xuất của ngành thép tính đến cuối năm 2009 đạt 1,8 triệu tấn gang từ lò cao, 4,5 – 4,7 triệu tấn phôi thép vuông, 2 triệu tấn thép cán nguội, 1,2 triệu tấn thép lá được mạ và 1,3 triệu tấn ống thép, riêng thép xây dựng các loại có công suất 7 triệu tấn, dư thừa gần 40% so với nhu cầu của thị trường nội địa. Theo thống kê cả nước có 32 dự án thép được cấp giấy chứng nhận đầu tư nằm ngoài quy hoạch của ngành thép. Theo số liệu từ Bộ Công thương, nếu tất cả những dự án đăng ký đi vào sản xuất thì tới năm 2015 công suất của toàn ngành thép trong nước có thể lên tới 28 triệu tấn/năm.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu trong ngành thép

Mã CK	Market Cap 22/10/10	DT 2009	LNST 2009	EPS 4 quý	BV 30/06/10	Trailing P/E	P/BV 30/06/09	6T/2010			
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	Doanh thu	%KH	LNST	% KH
								(tỷ VND)		(tỷ VND)	
POM	5.511	7.539	656	4.580	14.620	6,0	1,9	2.563	25%	348	57%
HSG	1.915	3.272	462	5.032	17.541	4,3	1,2	3.298	66%	272	52%
VIS	1.026	2.068	225	6.521	17.383	6,1	2,3	1.472	65%	51	84%
DTL	1.048	1.532	134	4.690	15.950	4,9	1,4	949	47%	122	49%
TLH	772	2.343	142	3.269	13.317	4,5	1,1	1.230	12%	51	16%
SHN	618	230	11	1.820	11.270	14,3	2,3	128	-	30	-
VGS	517	1.117	45	1.708	13.082	9,4	1,2	871	58%	19	32%
HLA	407	2.555	67	2.130	14.878	6,9	1,0	1.073	41%	27	22%
SMC	558	5.264	73	6.565	18.837	3,7	1,3	2.844	52%	51	64%
NVC	141	2.588	17	825	10.577	13,3	1,0	1.024	41%	9	59%
KKC	123	480	30	2.220	15.562	11,8	1,7	170	34%	7	62%

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	514	1.201	1.532	1.821
Lợi nhuận HĐKD	43	167	175	316
Lợi nhuận trước thuế	31	112	137	212
Lợi nhuận sau thuế	28	94	134	191
EBIT	41	157	174	283
EBITDA	43	162	181	293
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	3	23	17	25
Tài sản ngắn hạn	603	592	1.324	1.470
Tài sản cố định	86	94	125	132
Tổng tài sản	705	728	1.474	1.664
Tổng nợ vay	291	305	569	615
Tổng nợ	547	391	801	871
Vốn chủ sở hữu	158	337	673	783
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-	133,6%	27,6%	18,9%
Lợi nhuận trước thuế	-	265,3%	21,8%	54,5%
Lợi nhuận sau thuế	-	237,3%	42,2%	42,4%
Tổng tài sản	-	3,3%	102,3%	12,9%
Vốn chủ sở hữu	-	113,2%	99,7%	16,4%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	8,9%	17,0%	13,8%	19,4%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	6,0%	9,4%	8,9%	11,6%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	5,4%	7,8%	8,7%	10,5%
ROA	4,0%	12,9%	9,1%	11,5%
ROE	17,7%	27,9%	19,9%	24,0%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	0,7	1,6	1,0	1,1
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	3,3	3,6	2,3	2,3
Vòng quay các khoản phải thu	7,2	16,4	18,6	12,5
Vòng quay hàng tồn kho	1,0	2,1	1,1	1,2
Vòng quay các khoản phải trả	1,8	11,5	5,7	5,7
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,12	1,71	1,70	1,74
Khả năng thanh toán nhanh	0,22	0,37	0,19	0,27
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,01	0,07	0,02	0,03
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	346,0%	116,1%	119,0%	111,3%
Nợ vay / Tổng tài sản	41,3%	41,8%	38,6%	36,9%
Tổng nợ / Tổng tài sản	77,6%	53,7%	54,3%	52,4%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành

Loại báo cáo

Khuyến nghị

Giá tại ngày phát hành

Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là **VDSC**) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**